

Focus Area euro

Tassi BCE fermi a ottobre

Il 26 ottobre, la Banca Centrale Europea dovrebbe lasciare il quadro di politica monetaria del tutto immutato. Anche sul fronte delle prospettive dei tassi, ci attendiamo che la BCE confermi le indicazioni di settembre.

- Ci attendiamo che il 26 ottobre la BCE lasci i tassi ufficiali invariati (DFR: 4,00%, refi: 4,50%). La nuova informazione sugli aspetti determinanti per la decisione (inflazione sottostante, dati rilevanti per le prospettive di inflazione, trasmissione della politica monetaria) non ha mostrato andamenti che possano mettere in discussione le valutazioni di metà settembre. Al contrario, i movimenti di mercato stanno amplificando la trasmissione della politica monetaria.
- Anche l'indirizzo sui tassi ufficiali dovrebbe restare invariato: la BCE ribadirà che il mantenimento dei tassi ai livelli attuali per un periodo sufficientemente lungo fornirà un contributo sostanziale a un tempestivo ritorno dell'inflazione al 2%. In sostanza, senza escludere eventuali aumenti, segnalerà che il picco potrebbe essere stato già raggiunto.
- Non ci aspettiamo neppure stavolta annunci sui reinvestimenti PEPP, la cui prosecuzione sarà per ora confermata fino a dicembre 2024.
- Le nostre previsioni non mutano: ci attendiamo tassi invariati fino a settembre del prossimo anno, quando l'aumento dei tassi reali indotto dal calo dell'inflazione potrebbe indurre la BCE a limare i tassi ufficiali. Riteniamo invece che la BCE sarà complessivamente poco reattiva a eventuali rischi di recessione.

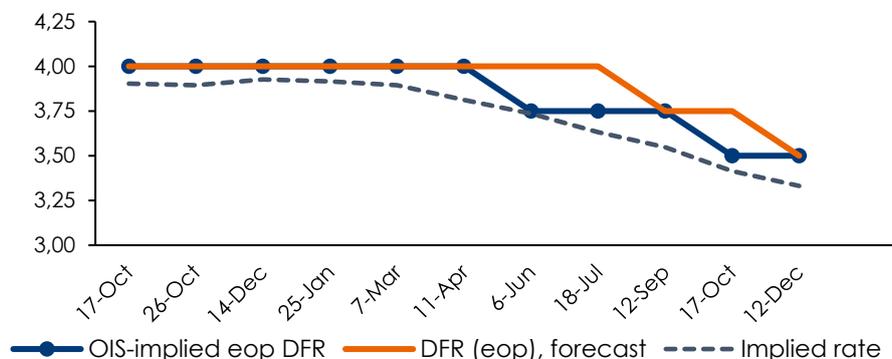
19 ottobre 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

I mercati non si attendono variazioni dei tassi ufficiali BCE almeno fino a marzo



Fonte: nostre elaborazioni su dati LSEG. Il tasso sui depositi (DFR) implicito è calcolato assumendo uno spread costante rispetto all'OIS implicito e arrotondando ai 25pb più vicini

## Tassi BCE invariati a ottobre

Alla scorsa riunione di politica monetaria, la BCE ha alzato i tassi ufficiali come misura per controllare il rischio che l'inflazione non torni all'obiettivo entro la fine del 2025, pur ammettendo che l'obiettivo poteva forse essere conseguito anche con il tasso sui depositi fermo al 3,75% e che si è trattato di una scelta molto incerta. In compenso, nel comunicato aveva segnalato che i tassi potrebbero restare fermi per diverso tempo: "i tassi di riferimento hanno raggiunto livelli che, se mantenuti per un tempo sufficiente, forniranno un sostanziale contributo al tempestivo ritorno dell'inflazione all'obiettivo".

Ovviamente, data l'incertezza elevata dello scenario, l'approccio resta dipendente dai **dati**: in altre parole, una significativa deviazione di questi ultimi dallo scenario ipotizzato dallo staff potrebbe portare a nuovi interventi sui tassi ufficiali. I tre elementi cruciali per le decisioni erano i soliti: andamento dell'inflazione sottostante, prospettive di inflazione e trasmissione della politica monetaria. Su nessuno dei tre fronti sono emersi sviluppi in grado di compromettere la validità delle osservazioni di settembre:

- L'inflazione è calata più del previsto in settembre (4,3% a/a l'indice generale, 5,5% a/a l'indice senza energia e alimentari freschi), con variazioni mensili rispettivamente di 0,3% e 0,2%. Ci aspettiamo che la discesa continui nei prossimi mesi fino a 3,5% sull'indice generale e a 3,9% per l'indice senza energia e alimentari freschi.
- Le indagini congiunturali e i dati reali hanno continuato a mostrare una situazione di debolezza dell'attività economica, forse anche più marcata di quella ipotizzata dallo staff BCE in settembre. Diversi modelli suggeriscono che il rischio di recessione è elevato, anche se il nostro scenario di riferimento non include ancora una contrazione del PIL che si possa qualificare come recessiva. La nuova guerra israelo-palestinese crea nuovi rischi – al rialzo sull'inflazione e al ribasso per la crescita reale. L'allentamento della politica fiscale rispetto alle indicazioni di aprile va nella direzione opposta, ma è in parte compensato dall'aumento dei premi per il rischio sul debito sovrano.
- Per quanto riguarda la trasmissione della politica monetaria, su molti fronti si osserva una ulteriore restrizione delle condizioni di finanziamento. A parte l'ulteriore aumento in luglio dei tassi medi sui prestiti a imprese e famiglie, movimento che è probabilmente continuato anche nei mesi seguenti, più recentemente si è osservato anche un incremento dei tassi di interesse reali a medio e lungo termine, per quanto in parte rientrato dopo l'attacco di Hamas a Israele. Il conflitto potrebbe avere ripercussioni sull'appetito per il rischio, accentuando la restrizione delle condizioni finanziarie indotta dalla politica monetaria. Inoltre, ci aspettiamo che la trasmissione dell'aumento dei tassi ufficiali all'economia reale non sia ancora completa, in particolare per quanto riguarda il ciclo del credito. L'impatto veicolato dai bilanci dei debitori richiede più tempo per manifestarsi, soprattutto considerando le robuste riserve di liquidità che il sistema delle imprese non finanziarie aveva costituito prima del rialzo dei tassi; le stesse politiche di erogazione delle banche potrebbero reagire meno intensamente rispetto ad altri cicli di politica monetaria.

Conseguentemente, non vi sono motivi perché la BCE aumenti di nuovo i tassi ufficiali. Ci attendiamo che il tasso sui depositi, il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento e il tasso di rifinanziamento marginale restino rispettivamente a 4,00%, 4,50% e 4,75%. Questo è anche ciò che sconta il mercato OIS.

Non vediamo motivi neppure perché la BCE modifichi l'indirizzo sull'andamento futuro dei tassi ufficiali. La formulazione di settembre (tassi fermi su livelli restrittivi sufficientemente a lungo e decisioni dipendenti dai dati) può essere tranquillamente confermata. Anche se l'orientamento dei mercati a scontare un primo taglio dei tassi nel secondo trimestre 2024 potrebbe risultare indigesto a una parte del Consiglio direttivo, tuttavia non è detto che sia opportuno per la BCE intervenire ufficialmente: l'approccio dipendente dai dati è dovuto all'intrinseca incertezza dello

**L'andamento recente dei dati conferma le valutazioni di settembre e giustifica tassi ufficiali invariati**

**Ci sembra ragionevole che la BCE resti ancorata a un approccio dipendente dai dati e che confermi la valutazione di settembre sull'adeguatezza dei tassi, se mantenuti a lungo**

scenario e sarebbe contraddittorio pretendere di guidare i mercati oltre il brevissimo termine. Al momento parrebbe preferibile lasciare che le aspettative sul 2024 rispondano ai dati, limitandosi a fornire ai mercati la chiave di lettura per interpretarli. Al riguardo, il resoconto della riunione di settembre segnala che la tolleranza per il rischio è asimmetrica: la risposta sarebbe più rapida nel caso di aumento della probabilità che l'inflazione non cali sotto il 2% entro fine 2025 che in quello di andamento dell'economia reale inferiore alle attese.

Negli scenari più probabili (alternanza di brevi fasi di conflitto ad alta intensità e di lunghe fasi a bassa intensità), la nuova guerra israelo-palestinese avrà effetti limitati sull'economia europea, veicolati soprattutto dal mercato energetico. Nell'ipotesi di una fase ad alta intensità protratta, stimiamo un impatto sull'inflazione di 8 decimi nel 2024 e di -2 decimi di punto percentuale nel 2025, accompagnata a una riduzione della crescita del PIL di 0,4%. L'impatto sul PIL potrebbe però essere inferiore se i governi aumentassero le misure di sostegno a famiglie e imprese, invece di smantellarle come oggi è atteso. L'impatto sulla politica monetaria è difficile da valutare, ma riteniamo probabile che l'effetto netto potrebbe essere quello di rinviare i possibili tagli dei tassi. Negli scenari (improbabili) di diretto e intenso coinvolgimento nel conflitto dell'Iran, la BCE dovrebbe considerare effetti molto più ampi su inflazione (fino a 2,5% nel 2024) e crescita, quest'ultima frenata anche da una restrizione delle condizioni finanziarie connessa all'aumento dell'avversione al rischio.

La riduzione del bilancio continuerà a essere affidata alle scadenze del portafoglio APP e al rimborso delle TLTRO. Non ci attendiamo annunci sui reinvestimenti PEPP, che la BCE continuerà a prevedere fino alla fine del 2024. Una parte del Consiglio direttivo vorrebbe forse accelerare il drenaggio dell'eccesso di riserve, probabilmente anche per limitarne l'impatto sul conto economico dell'Eurosistema, ma rinunciare alla flessibilità del PEPP potrebbe rappresentare un passo rischioso in un contesto di tensioni crescenti sui debiti sovrani e di ritardi sul fronte della riforma del patto di stabilità e crescita. Il mancato accordo sulla riforma delle regole fiscali rende più probabile l'apertura di procedure per disavanzo eccessivo il prossimo anno e, quindi, indebolisce il potere calmierante del TPI.

Nei giorni scorsi, Reuters è tornata sulla questione del possibile aumento del coefficiente di riserva obbligatoria. Secondo l'agenzia, un piccolo numero di governatori sarebbe propenso a riproporre un aumento del coefficiente in occasione della revisione dell'*operational framework*, che dovrebbe concludersi la prossima primavera. Ricordiamo che prima del 2012 il coefficiente era pari al 2% delle passività soggette, mentre da allora è sempre stato pari all'1%. Un aumento del coefficiente di riserva obbligatoria può contribuire alla restrizione della politica monetaria riducendo il volume di riserve disponibili. Attraverso questo canale, potrebbe ridurre il potenziale di erogazione del credito; in effetti, la misura è utilizzata da alcuni paesi in alternativa ai tassi di interesse per restringere le condizioni finanziarie senza attrarre afflussi di capitali esteri (v. OECD, [Reserve Requirements: current use, motivations, and practical considerations](#), October 2018). Tuttavia, nel contesto operativo della BCE il coefficiente di riserva obbligatoria non è mai stato considerato uno strumento rilevante di politica monetaria: semmai, soltanto un modo per creare una domanda strutturale di riserve da soddisfare con le operazioni temporanee di rifinanziamento. Inoltre, l'eterogenea distribuzione dell'eccesso di riserve significa che l'aumento del coefficiente di riserva potrebbe obbligare le banche di alcune giurisdizioni ad aumentare il ricorso alle operazioni di rifinanziamento. L'unico vantaggio per le Banche centrali nazionali sarebbe la riduzione (parziale, ma immediata) del costo dell'eccesso di riserve.

Il nostro scenario di riferimento dopo la riunione del 26 ottobre rimane immutato. Riteniamo che la BCE manterrà i tassi invariati anche a dicembre e nei primi mesi del 2024. La probabilità di riduzione dei tassi crescerà con il calo dell'inflazione nel corso del secondo semestre 2024, quando la BCE potrebbe decidere di evitare ulteriori aumenti dei tassi reali limando i tassi ufficiali. Con tale logica, ipotizzando che il calo dell'inflazione proceda come previsto riteniamo possibili 50pb di riduzione dei tassi fra settembre e dicembre 2024.

**Impatto della guerra israelo-palestinese limitato, negli scenari più probabili**

**PEPP: sarà confermata la scadenza di dicembre 2024 per la riduzione dei reinvestimenti**

**Un aumento del coefficiente di riserva potrebbe essere considerato nell'ambito della revisione dell'*operational framework***

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)  
Aniello Dell'Anno  
Andrea Volpi  
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com  
andrea.volpi@intesasnpaolo.com  
simone.zava@intesasnpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com